

春秋航空 (601021)

日本公司拖累业绩，公司持续扩张，长期发展势头良好

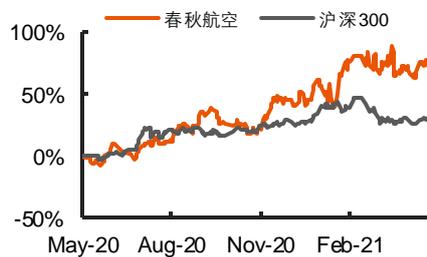
推荐 (维持)

现价: 63.28 元

主要数据

行业	交运
公司网址	www.ch.com
大股东/持股	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司/54.99%
实际控制人	王正华
总股本(百万股)	916
流通 A 股(百万股)	916
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	579.94
流通 A 股市值(亿元)	579.94
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	64.7

行情走势图



相关研究报告

- 《春秋航空*601021*经营状况明显改善，三季度实现盈利》 2020-10-31
- 《春秋航空*601021*严格控制成本，二季度成功减亏》 2020-08-29
- 《春秋航空*601021* 深度跟踪报告：解码接班人的“新”战略》 2020-08-05

证券分析师

张功 投资咨询资格编号
S1060521020003
zhanggong687@pingan.com.cn

严家源 投资咨询资格编号
S1060518110001
yanjiayuan712@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年年报: 2020年实现营业收入93.72亿元, 同比减少36.68%, 归母净利润-5.88亿元, 同比减少131.96%, 扣非净利润为-8.00亿元, 同比减少150.37%。公司拟不进行现金分红, 也不进行资本公积金转增股本。

公司发布2021年一季报: Q1实现营业收入22.23亿元, 同比减少6.75%, 归母净利润-2.85亿元, 扣非净利润为-3.14亿元。

平安观点:

- **2020 年度“客减货增”**: 疫情影响下, 国际航线大幅减少, 公司年内将大量国际运力转移至国内航线, 2020 年国内航线 ASK 同比增长 25%, 全部航线 ASK 同比减少 13%, 明显好于行业平均, 公司日均飞机利用率为 8.7 小时, 依旧领跑行业。客座率方面, 公司全年平均客座率为 79.7%, 同比下降超过 10 个百分点, 是公司开航以来的最低值。货运方面, 2020 年公司实现货邮周转量 1.5 亿吨公里, 同比增长 27%, 其中国内航线实现货邮周转量 1.4 亿吨公里, 同比增长 51%。
- **机队规模逆势扩张**: 基于对后疫情时代我国航空运输市场的乐观预期, 公司在 2020 年仍然持续引进新飞机, 全年引进 5 架 A320neo 和 4 架 A321neo 飞机, 其中 A321neo 机型为 240 座客舱布局, 载客能力较 A320neo 机型提升近 30%, 是繁忙航线和高收益航线的竞争利器。预计公司 2021-2023 年还将引进超过 40 架飞机, 持续扩大机队规模。
- **成本控制出色, 助力公司经营现金流快速转正**: 2020 年, 公司单位成本为 0.26 元, 较 2019 年同期下降 12.1%, 其中三季度单位成本更是下降至 0.24 元, 创开航以来新低。得益于良好的成本管控, 公司 2020 年 Q2 即实现了经营净现金流转正, 缓解了公司可能的流动性风险。
- **日本公司拖累全年业绩**: 公司 2020 年权益法核算的长期股权投资收益为 -4.02 亿元, 其中主要是因为春秋日本公司亏损所致, 此外还计提了日本

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,804	9,373	14,828	18,535	21,686
YoY (%)	12.9	-36.7	58.2	25.0	17.0
净利润(百万元)	1,841	-588	731	1,848	2,244
YoY (%)	22.5	-132.0	-224.3	152.6	21.5
毛利率 (%)	11.4	-6.4	2.7	10.5	12.0
净利率 (%)	12.4	-6.3	4.9	10.0	10.3
ROE (%)	12.2	-4.2	4.9	11.1	12.0
EPS(摊薄/元)	2.01	-0.64	0.80	2.02	2.45
P/E(倍)	31.5	-98.6	79.3	31.4	25.8
P/B(倍)	3.9	4.1	3.9	3.5	3.1

公司的资产减值损失 3.29 亿元，两项共计为公司带来损失 7.31 亿元，考虑到公司利润总额为-6.05 亿元，因此公司 2020 年出现亏损的主要是由春秋日本公司的经营状况较差造成。

- **2021 年 Q1 末客运量转正：**2021 年 Q1 公司 ASK 和 RPK 同比分别增长 25.4%和 34.1，与 2019 年相比分别减少 2.4%和 17.9%，恢复状况良好，其中 3 月份，公司 ASK、RPK 和载运人数同比 2019 年分别增长 11.9%、5.3%和 15.0%，运力供给和运量水平已经完全恢复并超过疫情前水平，公司客座率水平也到达 86.9%，与疫情前相比仅相差 5 个百分点左右。
- **新会计准则对公司财务费用影响较大：**公司 2021 年开始执行新会计准则，新准则下公司的利息费用增幅较大，2021 年 Q1 公司利息费用 1.43 亿元，同比 2020 年的 0.58 亿元，增加 0.85 亿元。
- **投资建议：**2020 年我国低成本航空占国内航线市场份额为 11.1%，较 2019 年上升 1 个百分点，低成本航空仍然处于加速扩张期，我们认为作为国内低成本航空龙头春秋航空成长潜力巨大。考虑到“就地过年”对公司业绩影响较大、疫情影响时间尚不确定以及新会计准则对公司业绩的影响，我们下调此前盈利预期，预计公司 2021-22 年归母净利润分别从 19.30 亿元、22.23 亿元下调至 7.31 亿元、18.48 亿元，新增 2023 年盈利预期，预计归母净利润为 22.44 亿元，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.80 元、2.02 元和 2.45 元，对应 PE 分别为 79.3、31.4 和 25.8。考虑到公司股价已经经过近三个月的震荡调整，市场对公司年内业绩还将受到疫情影响有足够预期，因此我们对公司维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 政策风险，政策调整的不确定性将给航空公司发展前景带来政策风险；2) 油价、汇率等风险，油价大幅上涨、人民币大幅贬值等因素均会对航空公司的盈利产生影响；3) 安全风险，一次安全事故可能让消费者对其失去信心，从而导致航空公司营收大幅下降。4) 疫情风险，若疫情影响范围和时间过长，将对公司业绩产生较大影响。5) 宏观经济风险。宏观经济环境影响航空需求，影响公司盈利水平。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10325	6952	3165	5716
现金	9192	3284	927	1084
应收票据及应收账款	63	228	135	289
其他应收款	441	1044	812	1359
预付账款	333	1976	910	2467
存货	218	341	302	437
其他流动资产	79	79	79	79
非流动资产	22105	28661	32571	35555
长期投资	5	-114	-143	-173
固定资产	12957	19142	23057	26090
无形资产	775	896	1042	1217
其他非流动资产	8369	8737	8616	8421
资产总计	32430	35613	35736	41272
流动负债	10890	12693	11758	16361
短期借款	5334	5334	6303	7721
应付票据及应付账款	681	1362	988	1714
其他流动负债	4874	5997	4467	6926
非流动负债	7360	8008	7351	6161
长期借款	5983	6631	5974	4784
其他非流动负债	1377	1377	1377	1377
负债合计	18249	20700	19108	22522
少数股东权益	0	1	2	5
股本	916	916	916	916
资本公积	4884	4884	4884	4884
留存收益	8381	9040	10705	12727
归属母公司股东权益	14181	14912	16625	18744
负债和股东权益	32430	35613	35736	41272

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	826	2656	3133	5262
净利润	-591	732	1849	2247
折旧摊销	984	1090	1480	1795
财务费用	80	374	525	605
投资损失	379	99	4	-1
营运资金变动	-292	360	-725	612
其他经营现金流	267	1	-2	4
投资活动现金流	-4887	-7746	-5393	-4782
资本支出	4363	6675	3939	3013
长期投资	-731	119	19	29
其他投资现金流	-1255	-951	-1434	-1740
筹资活动现金流	5600	-818	-1066	-1740
短期借款	1877	0	0	0
长期借款	1533	648	-657	-1190
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	-9	0	0	0
其他筹资现金流	2199	-1466	-410	-551
现金净增加额	1460	-5907	-3327	-1261

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9373	14828	18535	21686
营业成本	9976	14426	16590	19078
营业税金及附加	14	19	24	29
营业费用	206	321	376	442
管理费用	159	250	285	334
研发费用	107	103	162	193
财务费用	80	374	525	605
资产减值损失	-348	-148	-37	-11
其他收益	1269	1453	1563	1582
公允价值变动收益	-1	-1	2	-4
投资净收益	-379	-99	-4	1
资产处置收益	3	0	0	0
营业利润	-626	836	2171	2596
营业外收入	24	66	68	64
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	-605	899	2237	2657
所得税	-13	167	387	409
净利润	-591	732	1849	2247
少数股东损益	-3	1	2	3
归属母公司净利润	-588	731	1848	2244
EBITDA	821	2333	4214	5024
EPS(元)	-0.64	0.80	2.02	2.45

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-36.7	58.2	25.0	17.0
营业利润(%)	-127.1	233.5	159.8	19.5
归属于母公司净利润(%)	-132.0	-224.3	152.6	21.5
获利能力				
毛利率(%)	-6.4	2.7	10.5	12.0
净利率(%)	-6.3	4.9	10.0	10.3
ROE(%)	-4.2	4.9	11.1	12.0
ROIC(%)	-0.5	3.4	7.0	7.9
偿债能力				
资产负债率(%)	56.3	58.1	53.5	54.6
净负债比率(%)	44.1	78.6	88.0	79.4
流动比率	0.9	0.5	0.3	0.3
速动比率	0.9	0.4	0.2	0.2
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	102.1	102.1	102.1	102.1
应付账款周转率	14.1	14.1	14.1	14.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.64	0.80	2.02	2.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	2.90	3.42	5.74
每股净资产(最新摊薄)	15.47	16.27	18.14	20.45
估值比率				
P/E	-98.6	79.3	31.4	25.8
P/B	4.1	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	78.2	29.9	17.2	14.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033